

2025 年 05 月 22 日

证券研究报告 | 策略专题报告

2025 年美债到期压力有多大？

海外市场观察系列之一

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

④美债实际的到期压力相对可控。尽管美债 5-7 月存在集中到期的压力，但短债占比较高。考虑到短债市场流动性相对充足，展期压力整体可控。除短期国债外，美国其他期限的国债到期分布相对较为平稳，未出现集中兑付峰值，到期压力不高。由于一年以内利率上升的幅度有限，短期国债到期滚续带来的额外利息支出压力有限。后续利息支出负担增加的压力主要来源于中期国债的到期，2025 年来源于美国中期国债的新增利息支出约为 266 亿美元。

④2025 年美债到期引发的流动性冲击整体可控，当前可以择机进行美债配置。当前 10 年期美债收益率受到评级下调、减税法案落地、美联储鹰派发言的影响，处于历史较高水平，配置性价比提升。考虑到近期美国财政部拍卖 420 亿美元 10 年期国债，多个指标健康，显示主权基金与海外央行需求重回稳健。尽管后续关税政策存在反复风险，但市场已通过期限溢价对政策不确定性进行定价，叠加美联储可能通过减少量化紧缩来对冲供给冲击，美债发生系统性风险概率较低。尤其对于中长期国债来说，并不会出现所谓的到期高峰和供给冲击。随着美国经济增速边际放缓，美国长债逐步具备配置价值。

④风险提示：经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

内容目录

1. 美债 2025 年的到期压力有多大？	3
2. 近期美债利率快速上升，带来的利息支出压力有多大？	6
3. 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 25 年来看，5 月到期压力较大，但主要以短债为主.....	3
图 2： 从 2025 年一季度和全年的节奏来看，短期国债基本均进行到期续做.....	4
图 3： 2024 年以来短期国债平均拍卖竞拍倍数远高于其他期限国债.....	4
图 4： 2025 美国除短期国债以外的其他国债分月到期规模.....	5
图 5： 2024 年以来的美国除短期国债以外的国债分月到期规模.....	5
图 6： 美国到期国库券的平均收益率以及当前国库券的收益率.....	6
图 7： 2025 年到 2035 年期间，美国分种类国债到期债券的平均收益率测算.....	7

随着超7万亿美元存量债务的集中到期，市场普遍担忧这一庞大规模的本息偿付压力可能迫使美国政府陷入“借新还旧”的流动性困局，进而影响其财政扩张和货币政策空间、甚至成为美国贸易博弈的关键影响因素。然而到期高峰是否必然转化为偿付压力？

同时在近期评级下调、1.3万亿美元减税法案落地等事件接连冲击下，截至2025年5月21日，10年期美债收益率已飙升至4.58%，这是否会加剧美国债务滚雪球的压力，对流动性管理雪上加霜？本文将从期限结构和展期成本的两面维度，解析2025年美债再融资的真实压力。

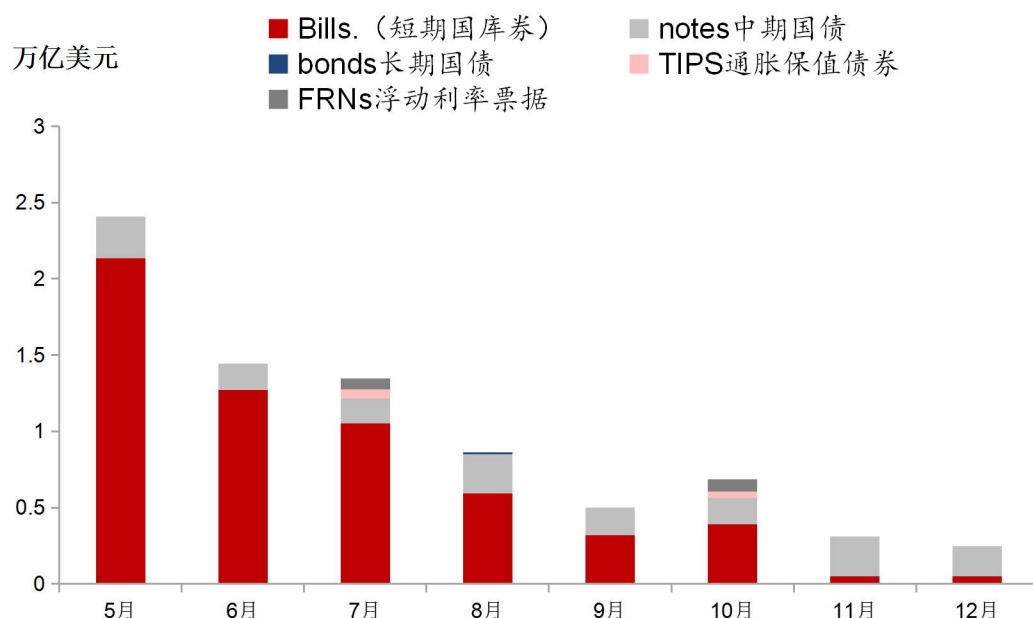
1. 美债 2025 年的到期压力有多大？

2025年美国国债到期以短债为主，从量上来看整体国债到期压力相对可控。美债在2025年预计到期7.8万亿美元，占有美国国债的比重为27.32%。其中5月到7月到期压力尤为集中，分别为2.41万亿美元、1.45万亿美元、1.35亿美元。

2025年短期债务到期规模虽大，但考虑到短债市场流动性相对充足，展期压力整体可控。不过从债务结构看，整体以短期国债（T-Bills）为主，期限集中在4个月。从2025年Q1和全年的节奏来看，短期国债基本均进行到期续做，作为美国财政部作为日常流动性的一种管理工具，短期国债本质上属于“借新还旧”的常规循环。

美国国债拍卖的竞拍倍数是指美国财政部收到的出价总额与这次拍卖中卖出的债券总额的比值，代表拍卖的需求与供给的比值，若数值越高则代表越供不应求，反之亦然。历史数据显示1年期以内的短期国债投标倍数较高，显示市场需求弹性较强。因此短债流动性较好，同时货币基金等机构对此类资产具有刚性配置需求，这都降低了展期难度。

图 1：25 年来看，5 月到期压力较大，但主要以短债为主



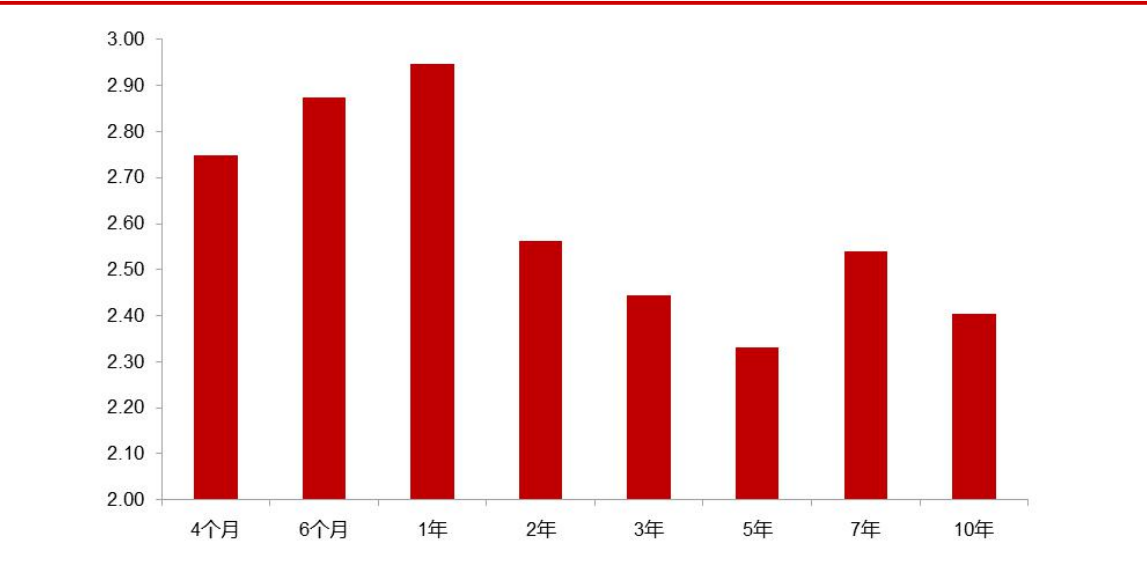
资料来源：美国财政部，华宝证券研究创新部，数据截至 2025 年 4 月 30 日

图 2：从 2025 年一季度和全年的节奏来看，短期国债基本均进行到期续做

2025Q1债券发行				2025全年债券发行		
证券 Security	January - March 2025			Fiscal Year-to-Date		
	总值 Gross	到期 Bill Issuance Maturing	净值 Net	总值 Gross	到期 Bill Issuance Maturing	净值 Net
4-Week	1,040	1,055	(15)	2,305	2,325	(20)
6-Week	435	0	435	435	0	435
8-Week	995	1,010	(15)	2,190	2,220	(30)
13-Week	1,048	1,051	(3)	2,099	2,036	63
17-Week	746	754	(8)	1,640	1,594	46
26-Week	914	910	4	1,850	1,820	30
52-Week	144	138	6	336	314	22
6-Week CMB	585	1,020	(435)	1,620	2,015	(395)
CMBs	105	105	0	145	145	(0)
Bill Subtotal	6,012	6,043	(31)	12,619	12,468	151

资料来源：美国财政部，华宝证券研究创新部，数据截至 2025 年 4 月 30 日

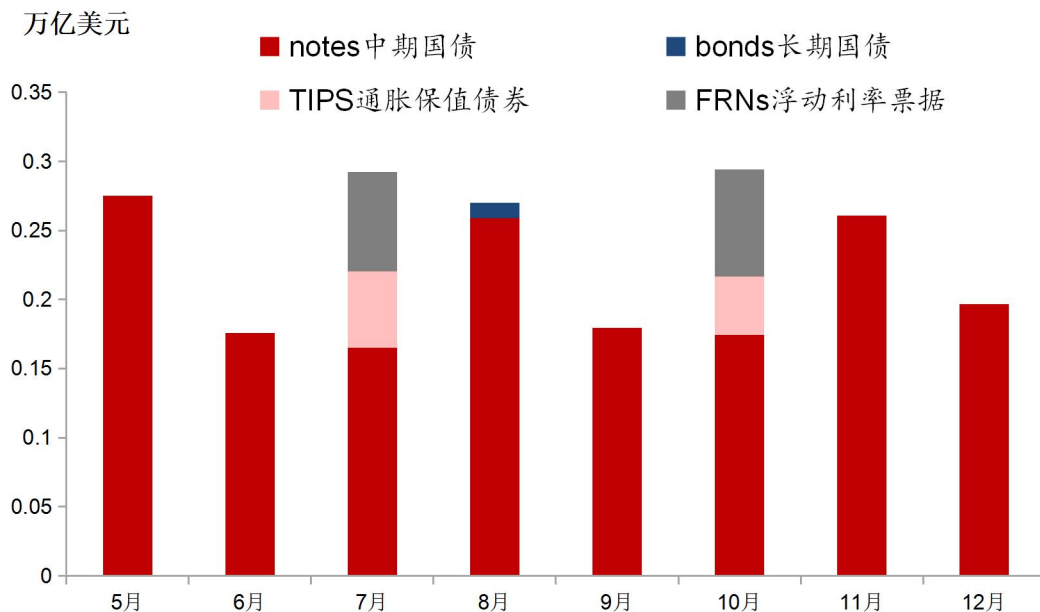
图 3：2024 年以来短期国债平均拍卖竞拍倍数远高于其他期限国债



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2025 年 5 月 19 日

除短期国债外，美国其他期限的国债到期分布相对较为平稳，未出现集中兑付峰值，到期压力不高。2025 年美国中长期国债（含中期票据 T-Notes、长期债券 T-Bonds、通货膨胀保值债券 TIPs、浮动利率票据 FRNs）到期分布呈现均衡化特征：5-12 月期间月度到期规模介于 1500-3000 亿美元，季度均值约 7300 亿美元，到期节奏平缓，未出现集中兑付峰值。从结构看，中期债券为主要构成部分，此类债券期限为 2-10 年期，平均每月到期 0.21 万亿美元，5 月到 12 月累计将到期 1.69 万亿美元。

图 4：2025 美国除短期国债以外的其他国债分月到期规模

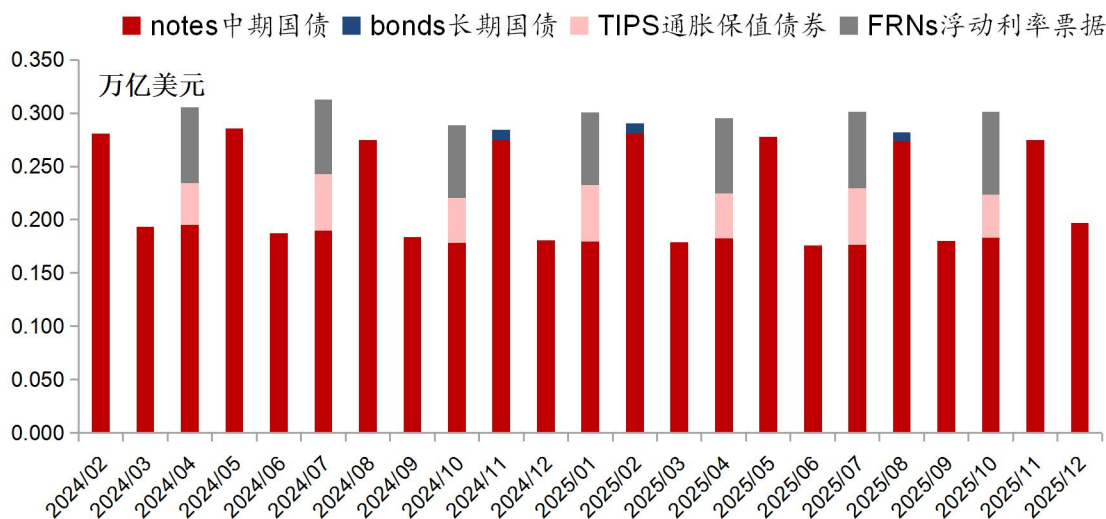


资料来源：美国财政部，华宝证券研究创新部

事实上，如果我们以美国财政部公布的 2024 年 1 月的数据来看，可以发现除了短期国债以外的中长期国债、通胀浮动债券和浮动利率票据的到期分布均呈现平稳分布，同时到期规模与 2025 年 4 月公布的数据基本一致（部分长期美债可能包含“提前赎回条款”，允许财政部在特定条件下提前偿还债务，因此可能造成小幅差别）。

2025 年全年的到期分布与 2024 年呈现相同的规律，既未出现陡峭化的“到期墙”现象，平稳到期的节奏也显示出 2025 年并不会出现集中兑付风险，2025 年“天量到期洪峰”的猜测实为过度担忧。占国债发行主体的中期债券（2-10 年期）在每年 2 月、5 月、8 月、11 月到期规模稳定维持在 2700-2800 亿美元区间，其余月份则为 1700-1800 亿美元。通胀保值债券（TIPS）及浮动利率票据（FRNs）组合，则在每年 1 月、4 月、7 月、10 月构成约 1100-1200 亿美元的到期规模。

图 5：2024 年以来的美国除短期国债以外的国债分月到期规模

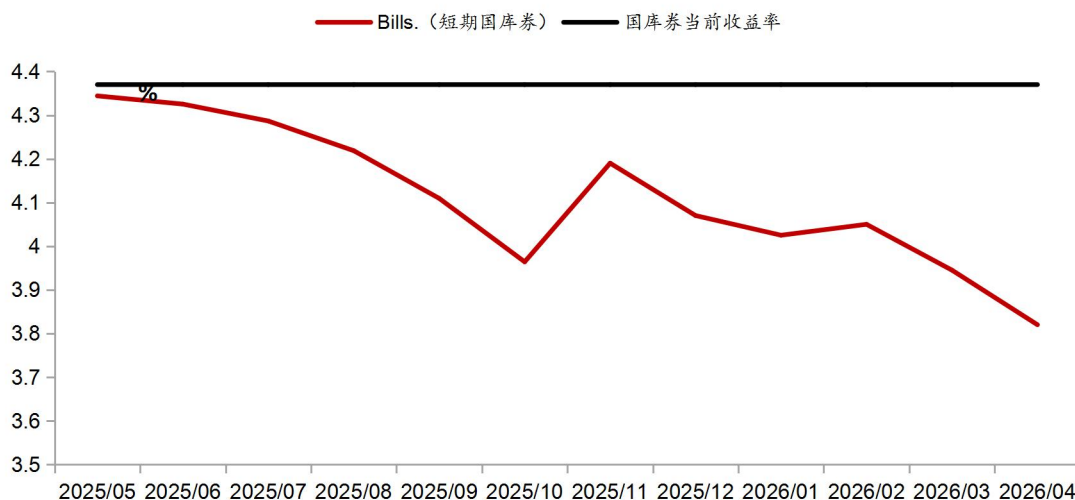


资料来源：美国财政部，华宝证券研究创新部，数据截至 2024 年 1 月 31 日

2. 近期美债利率快速上升，带来的利息支出压力有多大？

短期国债到期滚续带来的利息支出压力有限。由于短期国债需频繁滚动续做，财政部需在 2025 年通过“借新还旧”模式发行约 6 万亿美元新债。根据美国财政部 2025 年 4 月 30 日公布的数据，当前短期国债（国库券）中，4 个月、6 个月、1 年的规模占比分别为 68.73%、7.93%、23.35%。根据 5 月 20 日的美国短期国债收益率数据，按照期限占比加权平均算出美国短期国债后续续做的收益率理论值约为 4.37% 左右。据此来看，2025 年短期国债续做带来的额外利息支出压力相对可控。若假定短期国债到期后均进行等额续做，每月平均收益率大约增加 0.18%。根据我们的测算，平均每月新增利息支出约为 6.94 亿美元，从 5 月到 12 月合计新增利息支出约为 55 亿美元。

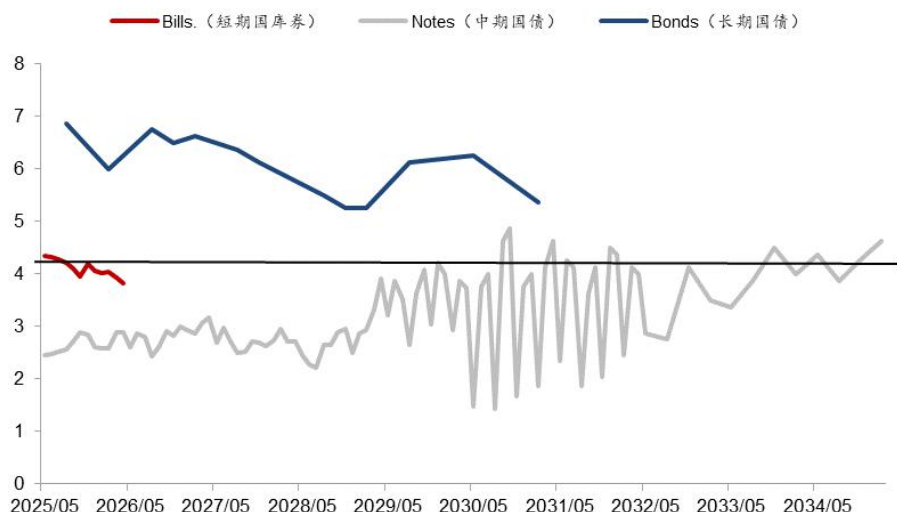
图 6：美国短期国债（T-bills 国库券）的平均收益率以及短期国债（T-bills 国库券）的收益率



资料来源：美国财政部，Wind，华宝证券创新研究部，到期短期国债的收益率测算数据截至 2025 年 4 月 30 日，短期国债当前收益率测算数据为 2025 年 5 月 20 日

后续利息支出负担增加的压力主要来源于中期国债的到期续做，2025 年新增利息支出约为 266 亿美元。根据美国财政部 2025 年 4 月 30 日公布的数据，当前美国中期国债中，2 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期的占比分别为 10.03%、13.12%、23.36%、26.42%、27.07%。根据 5 月 20 日美国国债收益率数据，按照期限占比加权平均算出美国中期国债后续续做的收益率理论值约为 4.21% 左右，显著高于 2025 年到 2029 年期间陆续到期的中期国债收益率。显示出后续中期国债持续到期将带来一定的利息支出负担增加的压力。若假定中期国债到期后均进行等额续做，每月平均收益率大约增加 1.57%。根据我们的测算，平均每月新增利息支出约为 33.33 亿美元，从 5 月到 12 月合计新增利息支出约为 266 亿美元。

图 7：2025 年到 2035 年期间，美国分种美国债到期债券的平均收益率测算



资料来源：美国财政部，Wind，华宝证券创新研究部，到期国债的收益率测算数据截至 2025 年 4 月 30 日，中期国债当前收益率测算数据为 2025 年 5 月 20 日

从上文分析可以看出，美债实际的到期压力相对可控。尽管美债 5-7 月存在集中到期的压力，但短债占比较高。考虑到短债市场流动性相对充足，展期压力整体可控。除短期国债外，美国其他期限的国债到期分布相对较为平稳，未出现集中兑付峰值，到期压力不高。由于一年以内利率上升的幅度有限，短期国债到期滚续带来的额外利息支出压力有限。后续利息支出负担增加的压力主要来源于中期国债的到期，根据我们的测算，2025 年来源于美国中期国债的新增利息支出约为 266 亿美元。

2025 年美债到期引发的流动性冲击整体可控，当前可以择机进行美债配置。当前 10 年期美债收益率受到评级下调、减税法案落地、美联储鹰派发言的影响，处于历史较高水平，配置性价比提升。考虑到近期美国财政部拍卖 420 亿美元 10 年期国债，多个指标健康，显示主权基金与海外央行需求重回稳健。尽管后续关税政策存在反复风险，但市场已通过期限溢价对政策不确定性进行定价，叠加美联储可能通过减少量化紧缩来对冲供给冲击，美债发生系统性风险概率较低。尤其对于中长期国债来说，并不会出现所谓的到期高峰和供给冲击。随着美国经济增速边际放缓，美国长债或逐步具备配置价值。

3. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。